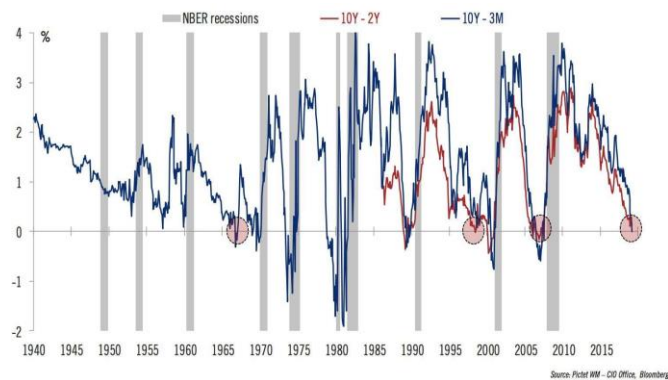


NEWSLETTER

TAUX D'INTERET BAS : ET ALORS ?



AELLA CONSEIL

76 boulevard Exelmans 75016 Paris
Courtage en Assurance et Conseil en Investissement Financier
Inscrit auprès de l'Orias sous le n° 10056683
Inscrit auprès de l'ANACOFI-CIF et ANACOFI-Assurances sous le n° E002691

octobre 2019

TAUX D'INTERET BAS : ET ALORS ?

Avec toute la retenue qui lui est propre, le clownesque Marc Touati mettait en ligne sur le site Capital.fr en date du 7 juin dernier une vidéo avec le titre « **Taux d'intérêt négatifs : On marche sur la tête !** » Or le sujet est suffisamment important voire grave pour que l'on s'y arrête en mettant bien en relief les différents aspects de la chose et en ne s'arrêtant pas à une petite phrase.

1. Qu'est-ce qu'un taux d'intérêt ?

1.1 La définition

« *Un taux d'intérêt est un prix relatif intertemporel : c'est le prix d'un bien par rapport à lui-même pour un échange différé dans le temps* » nous rappelle Catherine Lubochinsky, l'une des plus fines connaisseuses des mécanismes financiers en France.

« *Chaque bien a son taux d'intérêt propre mais comme nous sommes dans un système de prix relatifs instantanés exprimés en unités monétaires, le taux d'intérêt l'est également.* »

Pour faire simple : 1 € d'aujourd'hui n'a pas la même valeur qu' 1 € de demain.

Et de rappeler que **la théorie moderne en matière de taux d'intérêt date de 1930, énoncée par l'économiste américain Irvin Fisher pour qui « le taux d'intérêt nominal, celui que l'on constate, a deux composantes : le taux d'intérêt réel et les anticipations d'inflation ».**

« *D'après les classiques et néo-classiques, le taux d'intérêt résulte de la confrontation entre l'investissement et l'épargne . À l'équilibre, le taux d'intérêt réel permet d'égaliser la productivité marginale du capital avec le taux marginal de substitution intertemporel de consommation (...). A l'opposé les théories d'inspiration keynésienne, monétaristes en la matière, (préfèrent proposer que) le taux d'intérêt découle de la confrontation entre l'offre et la demande de monnaie.* ».

Pour autant ces deux approches traditionnelles ne sont pas antinomiques et peuvent être complémentaires. « *Par la suite, lorsque la recherche s'est développée, les travaux ne se sont plus portés sur un seul taux d'intérêt, mais sur des courbes de taux d'intérêt, en distinguant surtout les taux courts et les taux longs, car leurs mécanismes de formation ne sont pas les mêmes.* »

L'on comprend bien ainsi que « (...) *le taux d'intérêt est une variable cruciale, car elle intervient dans toutes les prises de décisions et a un impact sur les composantes réelles (investissement, consommation, logement) et l'ensemble des actifs monétaires et financiers* ».

Voilà pour les forts en thème.

1.2 Marche-t-on sur la tête ?

Dans le contexte de taux faibles de ces dernières années, **les taux d'intérêt seraient au plus bas depuis 5 000 ans**, selon Andrew Haldane, l'économiste en chef de la Bank of England.

Catherine Lubochinsky nuance ce propos de la manière suivante : « (...) *Toutefois, lorsque l'on s'attarde sur la situation récente, la distinction de Fisher doit être mise en avant : pour les taux nominaux à long terme, le constat est très clair, ils n'ont jamais été aussi bas. En revanche, pour les taux d'intérêt réels longs, cette observation est moins frappante, car il y a déjà eu des épisodes où ils ont été bas, voire négatifs dans les périodes d'augmentation de l'inflation, notamment dans les années 1970, en raison d'erreurs dans les anticipations d'inflation (...). Il est vrai que la situation actuelle est très différente de ce que l'on a connu dans le passé : les taux d'intérêt réels sont négatifs sans qu'il y ait de l'inflation. Cela est dû à la sévérité de la crise financière de 2008 et aux réponses des banques centrales, qui ont massivement injecté*

des liquidités et ont baissé fortement leurs taux d'intérêt directs qui ont atteint la borne inférieure de 0 %. »

Si dans le contexte actuel les taux courts nuls ou négatifs peuvent s'expliquer par les théories financières, il en va différemment pour les taux longs. La théorie des anticipations selon laquelle les taux longs résultent de l'addition des taux courts présents et des taux courts futurs anticipés laisse perplexé. Logiquement, si les agents anticipent des taux courts futurs plus élevés, les taux longs devraient être forcément plus hauts que les taux courts actuels. Et cela n'ait pas le cas. **Ce qui laisserait à supposer que les taux courts futurs sont toujours anticipés comme nuls ou négatifs, ce qui est déroutant sur le fond car cela sous-entendrait que l'absence d'inflation se poursuivrait malgré les tentatives des Banques Centrales d'en réinjecter dans l'économie.** La théorie de la prime de risque et de la prime de terme ne fonctionne pas non plus. Chez les keynésiens, le renoncement au service de liquidité procuré par la monnaie, doit être rémunéré. On peut également considérer que, lorsqu'un investisseur ou un épargnant achète un titre long, la variabilité des taux d'intérêt et donc des prix, fait peser un risque de moins-value qui nécessite une **prime de risque. Et actuellement, les taux longs actuels ne payent rien.**

La raison de cette situation serait donc à regarder vers une situation inédite en termes de quantités d'offre et de demande. On constate actuellement une très forte demande des dettes souveraines. Celle-ci a été alimentée par les rachats massifs de ce type de dettes par les banques centrales avec l'assouplissement quantitatif, qui ont provoqué la hausse des prix des obligations et donc une baisse des taux longs. Les banques centrales sont intervenues directement pour réduire les taux longs car ils correspondent au coût de financement des investissements et des déficits publics. Les effets offre/demande sont beaucoup plus importants qu'auparavant pour expliquer les faibles niveaux des taux longs. Malgré la remontée des taux courts aux États-Unis, les taux longs restent bas et continuent même de baisser, en particulier au dernier trimestre 2018. Ces derniers mois, il semblerait même que l'aversion au risque soit de retour et que les investisseurs se détournent des actions et des obligations d'entreprises au profit des dettes souveraines, renforçant ainsi la faiblesse des taux longs. Il faut toutefois signaler que ce phénomène de baisse des taux longs avait commencé avant la crise financière avec les forts déséquilibres des balances de paiements courants de certains pays, comme au début des années 2000 lors des achats massifs directs de dette américaine par la Chine.

2. Les bons et mauvais côtés des taux bas actuels

2.1 Les bons côtés

Par cette stratégie de taux bas, la Banque Centrale Européenne (BCE) vise à rendre la dette plus supportable et le désendettement le plus indolore possible à certains pays trop endettés.

De manière théorique, il existe trois moyens pour un pays ou agent économique de se désendetter.

La manière brutale mais très efficace pour un pays croulant sous le poids de sa dette est la **restructuration ou le défaut partiel** qui efface celle-ci au détriment des portefeuilles de ses détenteurs, des épargnants, et de la réputation de celui qui fait défaut. Mais qui n'est pas sans conséquence puisque l'emprunteur pâtira d'un coût futur de financement élevé à la levée de fonds suivante, ce qui freinera durablement la croissance et l'emploi.

La deuxième méthode consiste en une « **dévaluation interne** », se traduisant par une réduction des dépenses, des salaires, des retraites : la facture est alors lourde en termes de croissance et d'emploi.

Une troisième voie consiste à **abaisser au maximum la charge de la dette** (les taux d'intérêt) pour alléger son fardeau et faciliter le désendettement des agents accablés, sans avoir recours à des mesures trop drastiques. **L'environnement de taux bas favorise cette voie douce, ce qui sauvegarde la croissance et l'emploi** : la dette est davantage supportable et le désendettement le plus indolore possible. Et cette troisième voie fonctionne. Rien que pour les entreprises françaises, les comptes de l'INSEE indiquent que la charge d'intérêts est passée de 84 Md€ en 2011 à 62 Md€ en 2018 : 3,2 Md€ d'économie par an, évitant l'ajustement sur d'autres variables (emploi, salaire, investissement, dividende). **Pour l'Etat français, alors que la dette a augmenté, la charge d'intérêts a baissé de 56,5 Md€ à 40,8 Md€ : 2,2**

Md€ d'économie par an sur 7 ans, limitant l'ajustement sur d'autres variables (dépenses sociales, emploi et investissement publics, impôts). Pour les ménages endettés, la charge baisse de 25,7 Md€ à 14,7 Md€ (-1,6 Md€ / an), ce qui libère du pouvoir d'achat.

Un autre but poursuivi par la BCE est que pour éviter la déflation, celle-ci a cherché à rétablir l'équilibre sur le marché des biens et services en stimulant la demande. Des taux bas ont stimulé le crédit, donc favorisé la consommation et l'investissement. Le déséquilibre demande vs. offre s'est résorbé sur le marché des biens et services, ce qui a permis à l'inflation de se redresser et à l'économie de mieux fonctionner, engendrant croissance, emploi et investissement.

Puisque les actifs monétaires ont tous un rendement négatif et que les obligations d'Etat ont, elles aussi, un rendement négatif jusqu'à la maturité de 10 ans, **les investisseurs à la recherche de rendement n'ont pas d'autres choix que de réallouer leurs investissements sur des actifs davantage risqués** qui, de ce fait, sont susceptibles de délivrer une meilleure rémunération. **L'épargne est réorientée vers les actions et les obligations d'entreprises** : avec davantage de fonds propres à disposition et une facilité d'endettement sur le marché financier, le contexte est favorable au développement des entreprises (investissement, embauche) donc à la croissance et à l'emploi. En parallèle, les réallocations de portefeuilles décrites précédemment provoquent une hausse du prix de tous les actifs risqués. Pour les investisseurs qui ont ces actifs en portefeuille, les plus-values sont élevées. **Leur richesse augmente**, bénéficiant à leur capacité de consommer et d'investir, ce qui soutient la croissance et l'emploi. Pour les ménages, cet effet-richeesse n'est pas sensible en France au contraire des Etats-Unis, notamment du fait que les retraites par capitalisation sont dépendantes des revenus sur les marchés financiers : c'est une des raisons pour laquelle la Fed a mené le même genre de politique d'achat d'actifs que la BCE

Enfin une telle situation **privilégie le logement neuf**. Les mêmes investisseurs à la recherche de rendement peuvent se porter sur les actifs qui offrent une prime de moindre liquidité : le rendement rémunère l'investisseur contre le risque de devoir patienter, lorsqu'il souhaite vendre son actif, pour retrouver son argent. C'est le cas, par exemple, de l'immobilier qui devrait profiter de la baisse des rendements sur les actifs liquides. Le financement de l'immobilier neuf (habitation, commerce...) a des effets positifs sur la croissance, l'emploi et le bien-être. Quant au report des investisseurs sur le marché de l'ancien, il nourrit la hausse des prix et génère des effets-richeesse décrits plus haut. Et là, les français en profitent largement.

2.2 Les mauvais côtés

Après les bons côtés, viennent forcément les mauvais.

Le premier peut paraître contre-intuitif mais il n'en est pas moins réel. Alors que les banquiers centraux pourraient espérer voir la consommation privilégiée à l'épargne du fait que cette dernière ne rapporte rien, l'épargnant qui vise un montant de revenu issu de son épargne, à des fins de retraites par exemple, est obligé, si le rendement espéré diminue, de compenser cette baisse en **augmentant les montants épargnés**. Il y a alors un phénomène de sur-épargne induit. C'est ce qui se produit en Allemagne où le taux d'épargne a significativement augmenté depuis 2013 et est un point d'attention du gouvernement.

Le deuxième effet négatif est à chercher du côté de **l'argent « stagnant »**. La baisse des rendements rend l'effort d'investissement en produits monétaires ou obligataires peu rentables voire même coûteux. Les ménages préfèrent alors laisser leurs liquidités sur les comptes courants de même pour les entreprises qui affichent également une préférence marquée pour la liquidité. L'argent dormant n'est pas directement utilisé pour financer l'économie. En France, entre 2015 et 2018, sans forte augmentation observée du taux d'épargne des agents privés, **les dépôts à vue ont augmenté de 90 Md€ par an en moyenne** (contre 30 Md€, en moyenne, les six années précédentes).

Un troisième facteur négatif consiste dans le fait que cette situation **fragilise le secteur bancaire**. Les marges des banques et les perspectives bénéficiaires sont sous pression et revues à la baisse par les investisseurs. C'est donc tout un secteur qui se trouve pénalisé et mis à l'index des flux d'investissement avec d'éventuelles **difficultés à renforcer leurs fonds propres** dans le futur si tel était le besoin. Deuxième écueil, le financement par les dépôts est pénalisant pour les banques de détail car celles-ci déposent leurs excès de liquidités rémunérés à -0,5 % auprès de la BCE.

Un autre phénomène induit par cet état de fait est qu'il conduit à la prise de **risque excessif** par les investisseurs. Lassés de l'absence de rendement, la réorientation de l'épargne vers les actifs risqués contraint les investisseurs qui ont besoin de rendement à prendre plus de risque pour avoir davantage de rendement.

Cela peut les entraîner vers 3 risques distincts :

- **Prendre un risque non désiré, non mesuré et non estimé.** Illustration : un investisseur qui visait 2 % de rendement achetait début 2014 une obligation allemande de maturité 10 ans notée AAA. Aujourd'hui, pour avoir ces 2 %, il doit acquérir au mieux une obligation 10 ans grecque notée B1/B+ /BB- (avec davantage de risque de défaut) ou une italienne à 15 ans notée Aa3/BBB/BBB- (avec davantage de risque de taux et de défaut). Pas vraiment la même chose.
- **Voir les primes de risque si basses** au point qu'elles ne rémunèrent pas le risque sous-jacent
- **Voir les actifs devenir très chers** donc, à faible rendement, pour les futurs épargnants en raison de leurs prix inabordables.

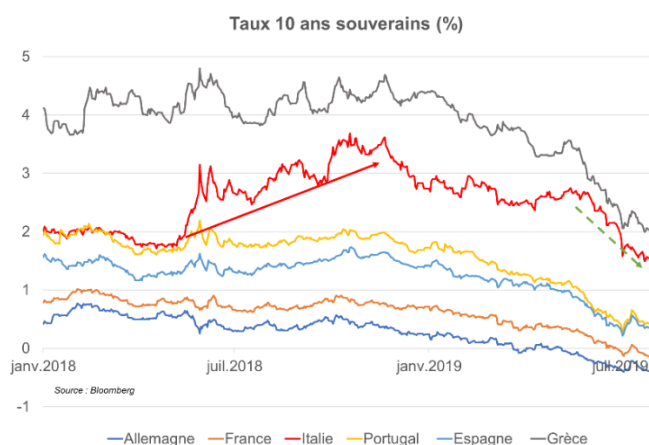
Lorsque les prix atteignent des sommets peu raisonnables, l'on parle de bulle. Cela a été le cas en 2000 lors de la bulle internet (surestimation des profits futurs des actions) ou en 2008 avec celle des subprimes (sous-estimation du risque de défaut des prêts risqués). Mais la situation semble différente ici : la hausse de la valorisation des actifs est surtout liée à une baisse des taux sans risque organisée par les banques centrales. **Il y aura une correction forte des prix des actifs risqués si les taux sans risque augmentent.** La hausse momentanée des taux américains a, d'ailleurs, précisément provoqué une chute des marchés actions internationaux au dernier trimestre 2018. La Fed a très vite corrigé son tir sur les taux d'intérêt pour faire remonter les actions sur le début de l'année 2019.

En diminuant le loyer de l'argent, la politique monétaire vise à stimuler le crédit pour relancer la demande de biens et services, donc in fine l'inflation, la croissance et l'emploi. Elle ne flèche cependant pas son action : tous les agents peuvent en profiter, qu'ils soient ou non déjà beaucoup endettés. Le crédit est donc stimulé au risque de certaines dérives. Survient alors un **aléa moral**.

Pouvant s'habituer à cet expédient, certains pays pourraient perdre de vue la nécessité d'un effort d'assainissement budgétaire. Sur la rengaine de : *puisque les taux bas rendent la dette supportable, alors à quoi bon mener une politique douloureuse de désendettement ?* En zone euro, le risque serait alors que les agents endettés fassent supporter à d'autres leurs dérives budgétaires : ce serait le cas, par exemple, si un Etat surendetté venait à pousser les autres Etats ou la BCE à le soutenir systématiquement au risque que, à lui seul, il n'entraîne les autres dans une crise.

Pire encore, cela pourrait revenir à rendre ce contexte **irréversible**.

Et c'est là que surgit le spectre italien qui cristallise actuellement, selon les prix de marché, ces problématiques. L'Etat italien affiche un ratio Dette/PIB et un taux d'intérêt des plus élevés de la zone euro (reflétant le risque de défaut le moins faible). Cela n'a pas empêché les autorités budgétaires de procéder, à l'automne dernier, à une relance économique. Son financement a abouti à une moindre maîtrise que prévu du ratio Dette/PIB donc à une dégradation de la perception du risque de défaut par les investisseurs (hausse des taux italiens et de la prime de risque par rapport à l'Allemagne) à l'automne 2018.



Or l'Italie, 3^{ème} économie de la zone euro, apparaît comme « too big to fail ». Si le taux 10 ans allemand devait revenir à 1,5 % par exemple, avant que l'Italie n'ait assaini sa situation, le taux italien grimperait probablement au-dessus de 4 %, ce qui rendrait la dette difficilement soutenable... avec des conséquences économiques et financières qui dépasseraient ses seules frontières.

3. Les 4 raisons qui font que les acheteurs sont nombreux

Rappelons que si un acheteur se positionne aujourd'hui sur une obligation française à 10 ans au taux de -0,30 % pour 100 000 € aujourd'hui, il sera remboursé de 99 700 € au terme en 2029. Quel intérêt a-t-il alors de le faire ?

Les raisons qui poussent un acheteur peuvent être de quatre types différents :

1. La **réglementation prudentielle bancaire** ne laisse pas d'autre choix aux établissements de crédit que de détenir cette catégorie de titres. Celle-ci, Bale III, contraint les banques et assureurs à respecter des ratios de solvabilité et les oblige à détenir des obligations dite « core », c'est-à-dire des obligations d'Etat. La composition du noyau dur des fonds propres est de fait défini de manière très restrictive et seules les obligations d'Etat type France ou Allemagne trouve grâce aux yeux des règles de calcul.
2. Une **anticipation de la poursuite de la baisse des rendements obligataires**, ce qui aurait pour effet, paradoxalement, de valoriser ces titres alors même qu'ils sont à ce jour en rendement négatif, puisque la baisse des taux a pour conséquence d'augmenter la valeur du titre obligataire...Un gérant peut donc gagner de l'argent même avec ces obligations.
3. Dans un environnement **de taux d'inflation négatif** (déflation), détenir une obligation ayant un rendement nul voire négatif est un bon choix. **La rémunération corrigée de l'inflation (rendement réel) sera positive.**
4. Une **anticipation de l'appréciation de l'euro contre leur monnaie nationale** pour le cas des investisseurs étrangers à la zone euro. Prenons l'exemple d'un investisseur d'Amérique Latine : en achetant une obligation d'Etat allemand ou français, il achète non seulement une qualité de signature qu'il ne trouve pas dans sa propre zone économique, mais surtout, il peut espérer gagner sur l'effet change : si sa monnaie se dévalue de 30% par rapport à l'euro (cas extrême de l'Argentine), le taux d'intérêt négatif paraît bien peu coûteux puisque l'investissement s'est valorisé de 30% par rapport à sa monnaie nationale. Dans ce cas, on peut estimer que son gain réel est de 29,7 %.

4. Taux bas et risque systémique

Pour rappel, on appelle risque systémique le risque qu'un événement particulier entraîne par réactions en chaîne des effets négatifs considérables sur l'ensemble du système pouvant occasionner une crise générale de son fonctionnement. Le risque systémique est inhérent au système bancaire et financier, du fait des interrelations existant dans ce secteur entre les différentes institutions et les différents marchés. Le risque systémique du secteur financier est d'autant plus dangereux que le plus souvent les effets négatifs se diffusent sur l'économie réelle.

Alors que le risque systémique a été particulièrement menaçant durant la crise financière de 2008, les régulateurs internationaux ont tenu à l'estimer, à le surveiller et à le réduire davantage en établissant des règles plus strictes à l'égard des banques. Avec succès, en théorie, selon les tests effectués...

Il existe trois canaux de transmission du risque systémique :

1. Le premier concerne les prises de risque systémique qui peuvent se manifester lorsque les acteurs investissent dans les mêmes actifs avec des **comportements moutonniers**. Cela peut provoquer des risques de corrélation et de liquidité quand il y a beaucoup d'investissements dans des actifs illiquides.
2. Le deuxième canal peut provenir de la contagion des risques avec un **effet domino** propageant les pertes dans les balances comptables des banques qui contiennent les prêts interbancaires.
3. Enfin, le dernier canal peut apparaître lorsqu'il y a une amplification et une panique bancaire dans lesquelles les déposants **retirent leurs fonds dans les banques**.

Ces trois canaux de transmission du risque systémique sont moins sensibles que lors de la crise financière de 2008 pour plusieurs raisons : la régulation, l'augmentation des ratios de liquidité, les coussins de capitaux contracycliques, la centralisation des transactions de produits dérivés standardisés négociés de gré à gré ou encore la hausse de la transparence des établissements qui doivent fournir davantage de données aux régulateurs (higher supervisory expectations).

Les effets des taux d'intérêt bas sur les banques sont directement liés à leurs modèles économiques respectifs. Les banques universelles, dont les établissements bancaires d'importance systémique font partie, ont vu leur contribution au risque systémique diminuer lors du passage à des taux d'intérêt négatifs. Au contraire des banques domestiques, plus petites et avec un modèle économique plus traditionnel qui ont vu leur risque augmenter.

Pour autant, il est difficile de mesurer l'impact des taux bas sur le risque systémique. L'ancien gouverneur de la Banque de Finlande, Erkki Liikanen, dans un discours en 2016, s'est alarmé d'un possible retour de la recherche de rendement risqué pour contrebalancer la faiblesse des taux d'intérêt. Pour d'autres, le but des taux bas est de soutenir la croissance économique à long terme en incitant les banques à prêter aux PME. Même si les taux bas créent une pression sur la rentabilité des banques, une croissance économique solide soutiendrait l'activité bancaire avec davantage de crédits octroyés à l'économie réelle en créant ainsi un cercle vertueux. C'était l'idée de la banque centrale à travers la surveillance des prêts non performants. Toutefois, avec l'atonie des perspectives économiques actuelles, il pourrait y avoir de mauvaises surprises : les taux bas posent des questions sur l'allocation efficace des capitaux par les banques qui se mesure par le pourcentage de prêts non performants.

En résumé, personne ne peut vraiment dire ce qu'il en est.

5. Taux bas et Fonds €

Dans une interview publiée le 10 septembre dernier au sein de l'Argus de l'Assurance, le vice-président de l'ACPR, Bernard Delas, régulateur français du secteur financier appelle les assureurs via à « renoncer au fonds en euros offrant à la fois la protection du capital et une liquidité permanente ».

Ce second message aux assureurs est très clair et ne laisse pas de doute à interprétation. Le premier message datait d'il y a un peu plus de 3 ans où la même ACPR faisait comprendre aux mêmes assureurs que les taux de rémunération de ces mêmes fonds en euros devaient être contenus au plus juste. D'où les taux que vous avez pu voir baisser depuis lors.

« Les assureurs devront imaginer de nouvelles offres et, étape par étape, habituer leurs clients à prendre une part de risque » ajoute-t-il

Pour autant, il est à signaler que les meilleurs fonds en euros, c'est-à-dire les mieux gérés, disposent de réserves suffisantes pour diversifier leurs investissements au sein de ces supports et peuvent en théorie encore faire face au moins 5 années de taux d'intérêt bas.

Mais dans la foulée Generali Patrimoine a été la première compagnie à jeter un pavé dans la mare avec 2 annonces successives qui ont fait leur effet. Fin septembre, le directeur général annonçait dans Les Echos vouloir baisser « très significativement » le rendement du fonds euros :

« Jusqu'à présent, le marché baissait par des petites marches de 10 ou 20 points de base. Nous irons bien au-delà. C'est une question de responsabilité et de pédagogie vis-à-vis de nos clients. Les points de repère ont radicalement changé. Nous ne voulons pas donner l'illusion qu'il serait encore possible de servir un rendement à 1,50 % pour un contrat en fonds euros alors que le taux sans risque est négatif ».

Puis deux jours plus tard, la même compagnie annonçait à ses partenaires courtiers **la fermeture à la souscription de deux de ses Fonds €** avec la petite phrase : *« Notre responsabilité d'assureur, qui est de protéger l'épargne de nos clients communs, nous amène à prendre une position forte et à limiter les flux entrant vers les fonds en euro car chaque nouvel euro viendrait détruire du capital ».*

L'on voit que le sujet des taux négatifs actuels pose question. Conséquence des politiques des Banques Centrales mondiales pour circonscrire la crise de 2008, celles-ci ont mis le doigt dans un engrenage dont elles ne savent plus vraiment comment sortir dix ans plus tard. Un monstre est né ...

Les taux bas sont la mort du rentier, ce qui n'est pas pour déplaire à une certaine pensée politique et économique en France. Toutefois comme les obligations à taux bas ont boosté la valeur de tous les autres actifs (actions, immobilier...) toute hausse des taux ne peut que provoquer une baisse de valeur généralisée des autres actifs. Et dans ce cas retour à la case 2008 mais sans solution alternative sur les taux obligataires car la cartouche a déjà été tirée.

Donc, non, *marcher sur la tête* ne veut rien dire.

Faire comprendre que l'on vit une période particulière durant laquelle les théories économiques sont mises à mal est plus sérieux. Car le paradoxe actuel est que certains gérants de fonds misent aujourd'hui sur les actions pour obtenir du rendement (dividendes) et sur les obligations pour faire de la valorisation (spéculation sur les variations de taux) à l'inverse de la théorie financière classique qui veut le rendement s'obtienne par les obligations (coupons) et la valorisation par les actions.

Aux USA, le rendements des US Treasuries à 10 ans est retombé à 1,5 % tandis que le segment à 30 ans se traite sous 2 %, un plus bas historique. Que dire d'un taux italien à 10 ans à moins de 1 % ou d'un taux grec à 10 ans à 1,6 % tels que touchés sur le mois de septembre ? Le 15 aout dernier, en plein stress des marchés, le Bund allemand a atteint un plus bas historique de - 0,71 %, le taux français se situait autour des - 0,43 % et la Suisse à plus de - 1,09 % !

Le volume total des titres de dette à rendement négatif représente au moment de la rédaction de cette newsletter environ 17 000 milliards \$! Et cela ne peut qu'aller en croissant tant la tendance est ancrée.

En Allemagne, banques et caisses d'épargne ont, pour leur part, déjà répercuté les taux d'intérêt négatifs de la BCE en ponctionnant les dépôts d'une partie de leurs clients. En Suisse, quelques banques s'y sont mises en ponctionnant 0,60% sur des dépôts en cash conséquents. Et certains établissements français de rentrer dans la danse en faisant des annonces en ce sens comme Lombard Odier ou Rothschild & Co pour des montants en dépôt supérieurs à 1 million €.

Conscient de cette situation depuis un certain temps déjà, vous trouvez là la justification du biais que je vous ai fait prendre de minimiser autant que possible la part des Fonds € au sein de vos allocations d'actifs.

Source :

- Les cahiers Louis Bachelier – Institut Louis Bachelier - mars 2019
- Analyses économiques Natexis – septembre 2019
- Taux longs bas – Avantages et Inconvénients - Yann Tampereau – juillet 2019
- « Les taux négatifs contamineront-ils bientôt les riches épargnants belges ? » - L'Echo – 8 aout 2019
- « Qui achètent des obligations à taux négatifs et pourquoi ? » - 11 septembre 2019 - Romain d'Agnano
- « Assurance vie : «Il faut renoncer aux produits en euros» » - L'Argus de l'Assurance – 10 septembre 2019